

Comment lisser les apports de capitaux aux économies de marché émergentes?

Quels obstacles doivent surmonter les propositions tendant à modérer la forte instabilité des flux de capitaux internationaux et à y remédier? Quelles réglementations et interventions publiques internationales permettraient de prévenir et d'alléger les crises futures?

Michael Mussa, Alexander Swoboda, Jeromin Zettelmeyer et Olivier Jeanne

LES CRISES des marchés émergents des années 90, et en particulier la crise asiatique, ont fait prendre conscience de l'existence de profondes imperfections dans le système financier international et déclenché un débat intense sur la réforme du système, notamment en ce qui concerne les flux de capitaux vers les marchés émergents. Il est maintenant largement admis que ces crises ont été dues à la fois à l'échec de politiques économiques nationales — exacerbées dans certains cas par des chocs extérieurs et politiques défavorables — et à des faiblesses du système financier international.

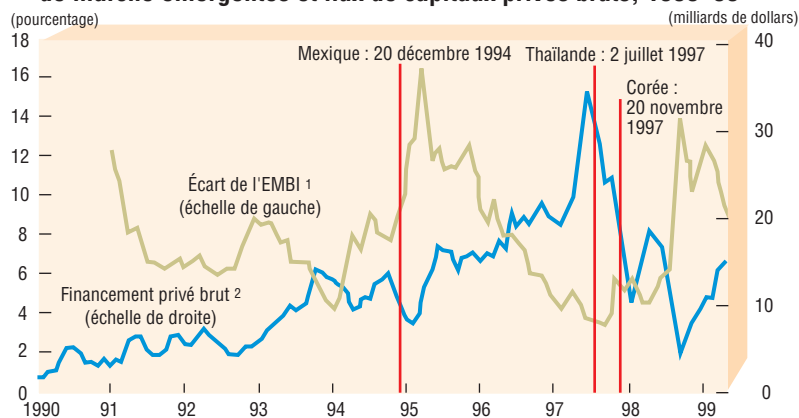
Les échecs des politiques économiques ont pris notamment la forme de déséquilibres macroéconomiques classiques — monnaies surévaluées, budgets publics et soldes extérieurs courants déficitaires —, particulièrement en Amérique latine et en Russie. En outre, des faiblesses microéconomiques, résultant elles-mêmes d'une réglementation inadaptée, d'une mauvaise gestion du risque et de garanties publiques implicites ou explicites, ont joué un rôle important, et même central, dans le cas de la crise asiatique. Elles se sont manifestées par une vulnérabilité grandissante des entreprises et des institutions financières à une hausse des taux d'intérêt et/ou à la dépréciation de la monnaie. Les économies d'Asie présentaient en outre, antérieurement à la crise, de nombreux symptômes d'insolvabilité dans le secteur des entreprises et le secteur bancaire. Les créances immobilisées représentaient, par exemple,

plus de 15 % du total avant la crise en Corée en Indonésie, en Malaisie et en Thaïlande. En Corée, huit des trente plus grands conglomérats étaient *de facto* ou *de jure* en faillite à la mi-1997 (Corsetti, Pesenti et Roubini, 1998).

Il est toutefois difficile de voir dans les chocs défavorables et la médiocrité des fondamentaux intérieurs les causes uniques des crises des années 90. La crise en Asie a été précédée par la montée sur les marchés émergents d'une marée de financements avec des écarts de taux décroissants jusqu'à la dévaluation du baht (voir le graphique), en dépit du fait que nombre des déficiences fondamentales qui sont à présent largement reconnues comme



Pays en développement : écart de l'indice obligataire des économies de marché émergentes et flux de capitaux privés bruts, 1990-99



Sources : FMI, Département des études, base de données des obligations, actions et prêts des pays en développement, et Bloomberg Financial Services, L.P.

¹ Écart du portefeuille de l'EMBI de J.P. Morgan par rapport à la courbe théorique d'obligations des États-Unis à coupon zéro lorsque la valeur actuelle totale des afflux de liquidité à risque souverain est égale à zéro.

² Moyenne mobile sur trois mois, en valeur annuelle.

ayant contribué aux dernières crises étaient publiquement débattues avant ces crises. De plus, l'intensité des sorties de capitaux après l'éclatement de la crise ne peut être attribuée à aucun train particulier de «mauvaises nouvelles» et présentait les traits classiques d'une panique financière : les investisseurs ont fui le marché parce que, étant donné que d'autres investisseurs fuyaient déjà, il était rationnel de limiter ainsi leurs pertes. Enfin, la crise s'est propagée rapidement, y compris à des pays et des régions distants sur le plan de la géographie et des liens commerciaux. Ce phénomène, connu depuis sous le nom de «contagion», a touché même des pays dont les fondamentaux étaient solides, et qui n'avaient guère de points communs avec ceux dans lesquels la crise avait éclaté à l'origine.

On peut en conséquence distinguer deux grands domaines de réforme. Le premier concerne l'amélioration des politiques intérieures et le renforcement de la transparence. Cela permettrait de réduire à la fois les faiblesses fondamentales qui rendent les pays vulnérables aux crises financières et la probabilité qu'elles puissent persister inaperçues pendant de longues périodes. Le second concerne les mesures à prendre pour maîtriser les risques systémiques et contenir plus directement les crises. Les initiatives dont il s'agit comprennent l'amélioration des institutions internationales, celle des règles de restructuration des dettes, et la réglementation de certains types de flux de capitaux internationaux.

Réforme intérieure, surveillance et normes

On s'accorde généralement à penser que les marchés émergents pourraient réduire leur vulnérabilité aux crises et créer un environnement plus propice à une croissance de haute qualité en renforçant la réglementation financière et le cadre légal régissant les relations entre créanciers et débiteurs, en améliorant la diffusion des données, en éliminant les garanties implicites et explicites, et — dans certains cas — en renforçant les politiques macroéconomiques et la gestion de la dette publique. Cependant la tâche du renforcement de la transparence et de la surveillance financière n'incombe pas seulement aux marchés émergents. L'entrain des institutions créancières à participer aux flux de capitaux et aux prêts excessifs qu'on observe généralement dans la période précédant les crises peut être en partie attribué à des insuffisances institutionnelles et réglementaires dans le pays créancier. Il conviendrait d'améliorer la gestion du risque des institutions créancières et de s'assurer que l'exposition au risque des établissements à fort effet de levier, tels que les fonds spéculatifs, est bien comprise par leurs créanciers.

Mis à part l'assistance technique, comment la communauté internationale peut-elle, dans ces domaines qui sont principalement du ressort des politiques intérieures, promouvoir la transparence intérieure et la réforme de la réglementation? «En établissant des normes», répondra-t-on. Il s'agit de normes internationales pour la comptabilité et la vérification des comptes, les ratios de fonds propres des banques, les principes de la réglementation bancaire, les principes de la réglementation des titres, la législation des faillites et la communication de données par les administrations nationales.

De telles initiatives pourraient faire beaucoup pour limiter le type de fragilités du secteur financier qui précèdent souvent les crises. Cependant, leur mise en oeuvre réussie et complète

dans l'ensemble des économies de marché émergentes — ainsi que dans de nombreuses économies avancées — s'annonce, semble-t-il, comme une tâche ardue et de longue haleine. En outre, il est loin d'être clair que leur application suffirait, en l'absence de mesures additionnelles de redressement des vulnérabilités systémiques, à réduire les risques de crises financières à un niveau pleinement acceptable. Il convient donc d'envisager des améliorations systémiques pour atténuer et contenir les crises lorsqu'elles se produisent.

Améliorer le système : quelques arbitrages clés

La plupart des participants au débat sur l'architecture financière internationale conviennent que la réforme du système doit viser trois objectifs clés : premièrement, promouvoir l'efficacité et la croissance par l'allocation internationale du capital là où il engendrera les rendements — pondérés en fonction des risques — les plus élevés; deuxièmement, réduire le risque de crise financière internationale; enfin, troisièmement, atténuer l'impact et répartir équitablement la charge des crises internationales. Toutefois, en raison de l'asymétrie de l'information et de l'existence d'autres distorsions qui empêchent tout système financier de fonctionner avec une efficacité absolue, la poursuite simultanée de ces objectifs engendre des tensions fondamentales. En pratique, quelle que soit la réforme du système financier mondial envisagée, toute mesure qui permet de progresser vers l'un des trois objectifs visés se paye d'un recul sur au moins un des deux autres.

Premier exemple d'importance, les régimes qui tendent à maintenir un compte de capital relativement fermé procurent en principe une protection appréciable contre les crises financières internationales, comme en témoigne le fait que de nombreux pays à marché émergent qui avaient maintenu des contrôles stricts sur les flux de capitaux semblent avoir été moins touchés par les dernières crises. Toutefois, le maintien prolongé de tels contrôles réduit considérablement la capacité d'un pays à tirer parti des gains d'efficacité qu'apporte une participation plus large au système financier international. On estime qu'une plus grande ouverture aux flux de capitaux internationaux se solde par des avantages importants pour la majorité des économies de marché émergentes même si elle implique inévitablement certains risques. Les pays libéralisant en nombre croissant leur marché des capitaux, il importe de faire davantage pour contenir les risques et les dégâts des crises financières.

La plupart des propositions qui visent à limiter le risque de crises financières en influant sur l'accumulation des conditions susceptibles de les déclencher impliquent un arbitrage similaire. Les flux de crédit, en particulier les flux de crédit à court terme libellés en monnaie étrangère, entraînent des risques de crise financière et de défaut de paiement du pays — en particulier comparés aux flux d'investissement direct étranger ou d'investissements de portefeuille. En conséquence, des mesures visant à modifier la composition des flux de capitaux internationaux — comme les restrictions de type chilien sur les entrées de crédit à court terme — ou des règles prudentielles décourageant les banques de prêter à court terme aux pays à marché émergent paraissent aptes à diminuer le risque de crises. Cependant, le recours à des restrictions de type chilien, qui sont analytiquement similaires à



une taxe sur les flux de crédit à court terme, est soumis à l'arbitrage entre le bien collectif et les distorsions induites par la taxation. L'imposition des flux à court terme, en allongeant la structure des échéances des flux financiers internationaux, pourrait procurer un bien collectif en abaissant le risque de crises de liquidité et de défauts de paiement nationaux. Ce type d'imposition incite cependant les parties concernées à trouver des moyens de la contourner, qui modifient le niveau et la répartition des flux de capitaux et d'autres activités financières de manières qui ne sont pas nécessairement dans l'intérêt public. Utilisé judicieusement, cet instrument peut être parfois utile pour décourager un type d'entrées de capitaux posant des risques spécifiques, mais l'utilité et l'opportunité de son emploi dépendent clairement de la situation du pays considéré.

Des arbitrages touchent aussi diverses propositions qui visent à éviter les interventions massives en cas de crise et à contribuer à résoudre la crise en impliquant le secteur privé (on exige des créanciers privés, sous certaines conditions, qu'ils maintiennent ou accroissent leur exposition dans le pays). Certains craignent que l'institution de tels mécanismes n'augmente les coûts d'emprunt de nombreux pays à marché émergent. Toutefois, cela ne serait pas nécessairement négatif, pourvu que l'augmentation du coût soit proportionnée au risque de crédit international. En revanche, ce qui s'est produit lorsque ce type de mécanisme a été appliqué aux crédits bancaires pendant la crise de la dette des années 80 est plus préoccupant. Une éruption de défauts de paiement a ainsi été évitée; mais cela a également fermé pour longtemps l'accès des pays concernés aux flux de capitaux privés spontanés et a tendu à faire passer l'emprunt souverain du marché bancaire au marché international des obligations, où il semble difficile de mettre en place de telles restructurations forcées. Avec un vaste réseau de créanciers qui détiennent habituellement une variété de créances distinctes sur divers groupes de débiteurs (au lieu des syndicats bancaires détenant des créances sur l'emprunteur souverain dans la crise de la dette des années 80), l'amélioration de ce compromis se révélera difficile. Cependant, il est possible que l'ampleur du problème soit réduite si l'on améliore le processus de négociation (en vue du règlement de créances impayées depuis longtemps).

Les propositions de mise à contribution du secteur privé soulèvent un problème supplémentaire en ceci qu'elles pourraient susciter un arbitrage défavorable entre l'atténuation des risques de crises — en décourageant les emprunts excessifs — et la maîtrise de leur propagation lorsqu'elles se produisent. Plus précisément, l'application systématique de ce mécanisme pourrait inciter les créanciers à fuir encore plus vite d'un pays aux premiers signes de difficultés.

Aléa moral et assistance internationale

Le fait que la plupart des mesures visant à rendre le système financier international plus résistant *ex ante* et à améliorer la résolution de la crise *ex post* impliquent des coûts et des arbitrages ne signifie pas qu'elles soient inutiles. En fait, nombre

«L'appui officiel international devrait demeurer un élément important de la résolution des crises.»

d'entre elles — en particulier les tentatives d'association plus significative du secteur privé à la prévention et à la résolution des crises, ainsi que les efforts pour contenir les vagues soudaines de capitaux à court terme — devraient être poussées plus avant. Cela signifie toutefois qu'un compromis raisonnable entre l'impératif d'efficacité et les objectifs d'atténuation et de prévention des crises n'éliminera pas les risques de crises financières, et que l'assistance financière internationale continuera de jouer un

rôle important dans leur résolution. À cet égard, la crainte que cette assistance n'engendre un aléa moral — n'incite à l'irresponsabilité et à de mauvaises politiques — chez les investisseurs ou les pays, ou les deux, est une considération qui a figuré au premier plan des débats récents. Sans minimiser la pertinence de l'aléa moral international dans certains cas — en particulier pour comprendre le niveau et la persistance des flux de capitaux vers la Russie avant août 1998 —, plusieurs aspects de ce débat nécessitent une clarification.

Premièrement, le fait que la promesse d'assistance financière internationale augmente le niveau des flux de capitaux vers les économies émergentes n'est pas nécessairement un symptôme d'aléa moral. Dans la mesure où les opérations de soutien international réduisent soit les pertes économiques totales causées par une crise — coûts dudit soutien compris —, soit la probabilité d'une crise de liquidité, le risque économique effectif lié aux flux de capitaux internationaux en est réduit d'autant. La réaction socialement optimale à ce risque moindre comprendra en général une hausse du niveau des flux de capitaux, dans laquelle peuvent intervenir des activités de prêt individuellement plus risquées qu'en l'absence d'appui international.

Deuxièmement, les voies par lesquelles l'aide financière internationale engendre un aléa moral sont plus subtiles qu'on ne le reconnaît habituellement. On ne peut en particulier comprendre l'aléa moral international comme la simple transposition au plan international de distorsions d'aléa moral à l'oeuvre au niveau national. L'aléa moral engendré par les politiques intérieures, plus particulièrement par la garantie publique implicite ou explicite de dettes privées et la réglementation insuffisante des institutions financières, est dû à ce qu'emprunteurs et créanciers s'attendent à ce que les coûts de leur prise excessive de risques seront en cas de désastre absorbés par une tierce partie, à savoir les contribuables du pays. En revanche, l'élément de subvention des trains de mesures internationales est en général très réduit, les montants de principal et d'intérêts dus aux bailleurs officiels internationaux étant quasiment toujours remboursés. L'apparition d'un aléa moral découle directement de l'attente que la communauté internationale absorbera les pertes causées par d'autres ne peut donc constituer un problème bien considérable.

L'aide financière internationale peut toutefois contribuer indirectement à engendrer un aléa moral en amplifiant le transfert des pertes entre emprunteurs et prêteurs d'une manière qui encourage la prise de risques inconsidérés. Par exemple, l'anticipation d'une aide financière internationale

peut permettre aux entreprises ou aux pouvoirs publics du pays d'emprunter davantage auprès d'investisseurs internationaux qu'ils ne le feraient autrement, augmentant le coût final d'un plan de sauvetage pour le contribuable intérieur. Ainsi, la principale contribution, si elle existe, de l'aide financière internationale à la création de l'aléa moral serait d'amplifier l'échec de politiques intérieures.

Il est de ce fait d'autant plus important pour la communauté internationale de promouvoir des politiques et une surveillance financières bien conçues dans les pays émergents. Grâce à la conditionnalité liée à son appui financier, elle peut exiger, et exige effectivement, que les pays bénéficiaires réforment leurs politiques intérieures afin de réduire l'aléa moral qu'elles engendrent. Outre les plans de soutien financier, la communauté internationale a commencé de mettre sur pied, un effort beaucoup plus vaste pour encourager dans les pays les réformes visant à augmenter la transparence, à améliorer les réglementations intérieures et à réduire les garanties implicites afin d'atténuer les problèmes d'aléa moral.

La communauté internationale peut également maintenir le principe — clairement établi lors du traitement de la crise de la dette des années 80 et d'épisodes plus récents — que son appui n'est ni illimité ni automatiquement disponible lorsqu'il s'agit d'éviter la défaillance du pays. À cette fin, il peut être nécessaire d'impliquer davantage que par le passé la communauté des prêteurs internationaux dans la résolution des crises. À l'extrême, on pourrait être contraint de laisser un pays faire défaut, et aucune garantie internationale ne devrait s'y opposer. Cependant, décider de refuser systématiquement tout soutien dans toutes les situations où l'on peut craindre de contribuer indirectement à quelque aléa moral ne peut être la meilleure solution. Souvent, comme dans le cas du Mexique en 1995, le refus d'accorder l'aide internationale aboutirait à risquer d'infliger des pertes supplémentaires immédiates et très importantes aux victimes innocentes d'une crise financière pour imposer des pertes comparativement modérées aux auteurs d'emprunts et de prêts irresponsables.

Conclusion

Deux conclusions se dégagent de ce qui précède. La première est qu'il ne convient pas que la répartition des coûts de résolution de la crise entre les secteurs public et privé soit déterminée par une formule rigide. De fait, les stratégies utilisées jusqu'ici par la communauté internationale pour soutenir des pays en crise financière ont beaucoup varié, de l'octroi d'un appui de liquidité officiel de grande ampleur (au Mexique en 1995) à une reconduction et une restructuration coordonnées des créances bancaires (crise de la dette des années 80), les deux approches étant panachées dans la crise asiatique (par exemple en Corée en 1997-98). Deuxièmement, l'appui officiel international devrait demeurer et demeurera un élément important de la résolution des crises dans l'avenir prévisible. Lorsqu'on les laisse suivre leur cours, les crises financières peuvent entraîner des coûts extrêmement élevés, non seulement pour les pays qui se trouvent ou risquent de se trouver en défaut de paiement, mais également pour un vaste groupe de pays qui subissent la « contagion » financière. En revanche, le coût de l'appui officiel international est en général modeste, car accordé habituellement sous forme de prêts à intérêts dont le remboursement est extrêmement probable, au lieu de dons ou de prêts concessionnels.

Quant à l'aléa moral que pourrait indirectement susciter l'appui financier international, ce risque doit être combattu à la fois par la conditionnalité associée aux plans de soutien internationaux et par des efforts internationaux de plus vaste portée pour promouvoir de meilleures politiques nationales. De surcroît, les cas qui illustrent le caractère limité et conditionnel du soutien financier international et révèlent les conséquences coûteuses d'une défaillance nationale constituent un pénible mais précieux enseignement qui contribue à combattre l'aléa moral. **F&D**

Références :

Giancarlo Corsetti, Paolo Pesenti et Nouriel Roubini, «What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? Part II: The Policy Debate», 1998 (<http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/asiacr12.pdf>).



M. Michael Mussa est Conseiller économique et Directeur du Département des études du FMI.



M. Alexander Swoboda est Conseiller principal pour l'élaboration des politiques au Département des études du FMI. Il est en congé de l'Institut universitaire de hautes études internationales de Genève.



M. Jeromin Zettelmeyer est économiste à la Division des études relatives aux pays en développement du Département des études du FMI.



M. Olivier Jeanne est économiste à la Division de la modélisation économique et de l'ajustement extérieur du Département des études du FMI.